

## O CRASH DA BOLSA E A RECESSÃO ECONÔMICA

O choque do mercado de ações que começou em agosto passado em Wall Street e no resto do mundo ocidental surpreendeu muitos analistas financeiros. Argumenta-se que os dados econômicos fundamentais das principais economias desenvolvidas da Europa e da América ainda são muito bons em termos de crescimento, emprego, lucros corporativos e taxa de inflação, por isso considera-se que não há motivos objetivos para uma correção tão forte. No entanto, a maioria dessas análises e comentários são superficiais e não são capazes de apreciar as chaves econômicas subjacentes dos processos que eles querem explicar.

A realidade é que depois que a economia dos EUA emergiu de sua última recessão em 1992, o Federal Reserve começou a orquestrar uma tremenda expansão de crédito que aumentou a oferta monetária sob a forma de notas e depósitos (M3) a uma taxa próxima a 10 por cento ao ano (equivalente a duplicar o volume total de dólares que circulam no mundo em todos os períodos de 6 a 7 anos).

Esta séria inflação dos meios de pagamento, que foram colocados no mercado pelo sistema bancário sob a forma de empréstimos recém-criados concedidos a baixas taxas de juros, produziu, como é natural, um aumento significativo nos preços dos bens de capital, ativos imobiliários e títulos representativos dos mesmos que são trocados em bolsa de valores, cujas taxas aumentaram drasticamente. Curiosamente, e assim como aconteceu nos anos "felizes" antes da Grande Depressão de 1929, o choque de crescimento monetário até agora não afetou significativamente o subconjunto dos preços de bens de consumo e serviços (aproximadamente 1/3 dos total de bens). E na década de 90, como nos anos 20, experimentou-se um aumento notável na produtividade, resultado da introdução maciça de novas tecnologias e inovações comerciais importantes que, na ausência de "embriaguez monetária", teria produzido uma redução saudável e contínua no preço unitário dos bens e serviços que são consumidos por todos os cidadãos. Que essa "deflação" saudável de preços em bens de consumo não tenha ocorrido, em uma fase de crescimento da produtividade como a atual, é a principal prova de que o processo econômico se encontra muito alterado pelo choque monetário.

Infelizmente, a teoria econômica (e o senso comum) nos ensina que a expansão do crédito e a inflação monetária não constituem um atalho que possibilite um desenvolvimento econômico estável e sustentado sem ter que incorrer no sacrifício e disciplina que qualquer taxa alta de poupança voluntária. E, as expansões artificiais de crédito e dinheiro são sempre, no máximo, "pão para hoje e fome para amanhã". De fato, hoje não há dúvidas sobre a natureza recessiva que, a longo prazo, o choque monetário sempre tem: o crédito recém-criado (não anteriormente economizado pelos cidadãos) coloca à disposição dos empresários o poder de compra que eles gastam em projetos de investimento desproporcionalmente ambiciosos, ou seja, como se as economias dos cidadãos tivessem aumentado, quando, de fato, tal coisa não tem um porquê de ter acontecido. Existe, portanto, uma falta generalizada de coordenação no sistema econômico: a bolha financeira afeta negativamente a economia real e, mais cedo ou mais tarde, o processo é revertido sob a forma de uma recessão econômica em que o reajuste doloroso e necessário que sempre exige a readaptação de qualquer estrutura produtiva real que tenha sido distorcida pela inflação. Os desencadeantes concretos que anunciam a passagem da euforia típica da "embriaguez" monetária para a "ressaca" recessiva são múltiplas e podem variar de um ciclo para outro. Nas circunstâncias atuais, os desencadeantes mais visíveis foram, entre outros, a grave crise político-econômica na Rússia e a recessão econômica na bacia asiática, que, aliás, responde com precisão de livros didáticos às características do ciclo de expansão de crédito, boom artificial, crise do mercado de ações e recessão econômica que estamos explicando aqui.

Agora é a vez dos Estados Unidos (e, portanto, do resto do mundo ocidental). O mercado de ações está condenado a partir do momento em que os agentes econômicos intuem que a euforia do mercado de ações tem uma origem predominantemente monetária e que só pode ser mantida se o Federal Reserve continuar enlouquecidamente injetando novas doses de liquidez a uma taxa progressivamente crescente. Embora as reações nervosas do Fed não possam ser descartadas nessa direção, e há muitas vozes interessadas que exigem mais reduções nas taxas de juros e novas injeções monetárias que permitam àqueles que desejam retirar seus investimentos no mercado de ações sem perdas, é verdade que postergar para frente apenas temporariamente adiará os problemas à custa de torná-los muito mais graves depois. Na verdade, a recessão virá inevitavelmente quando os lucros das empresas de bens de capital começarem a sofrer como resultado de erros cometidos e os preços dos bens de consumo começarem a crescer relativamente mais rapidamente do que os dos bens de capital. A partir desse momento, iniciará um reajuste doloroso que os problemas de queda da produção e o aumento do desemprego aumentarão fortemente os preços (recessão inflacionária), caso o FED persista ao seguir em frente com sua política de expansão monetária. O dilema de Alan Greenspan e seus conselhos no Federal Reserve não são nada confortáveis. Durante anos eles negligenciaram sua responsabilidade monetária e agora eles se encontram em um beco sem saída: ou deixam o processo recessivo começar e com ele o reajuste saudável e doloroso; ou seguir adiante "dando ao bêbado que já está começando a sentir a ressaca mais álcool", de modo que as chances de cair em um futuro não muito distante em uma recessão inflacionária séria aumentariam de forma exponencial (esse é o erro que se cometeu após o crash da bolsa de 1987, que levou à inflação no final dos anos oitenta e terminou na severa recessão de 1990-1992).

A situação comparativa das economias da União Europeia é menos ruim do que a norte-americana (deixando agora de lado as inegáveis rigidezes europeias que tão desnecessariamente longas e dolorosas fazem todo o processo de ajuste em cada recessão). Tradicionalmente, a política expansiva do Bundesbank tem sido muito mais responsável e menos "alegre" do que a da Federal Reserve. Além disso, o cumprimento dos critérios de convergência levou a um resfriamento notável e saudável das principais economias europeias. Apenas alguns países periféricos como a Irlanda e, acima de tudo, a Espanha estão imersos desde que iniciaram seu processo de convergência em uma importante expansão de crédito.

O caso do nosso país, a Espanha, é paradigmático. Nossa economia experimenta um boom econômico que, em parte, é devido a causas reais (reformas estruturais empreendidas pelo governo de José María Aznar); mas em outra parte, nada desprezível, é alimentada por uma expansão artificial do dinheiro (M1 - M2) e do crédito que tem crescido nos últimos meses a uma taxa de 13,5 por cento ao ano e, no caso de crédito quase triplica a evolução da mesma magnitude na França ou na Alemanha. Nossos agentes econômicos interpretaram a queda das taxas de juros, que resultam do processo de convergência, nos termos do relaxamento monetário que têm sido tradicionais em nosso país: maior disponibilidade de dinheiro fácil e pedidos maciços de empréstimos a bancos espanhóis, o que estes satisfizeram criando-os de nada antes do olhar impávido do Banco da Espanha. De todo modo, a parte da bolha especulativa do nosso boom econômico terá os dias contados quando, a partir de janeiro de 1999, Duisenberg e os responsáveis pelo Banco Central Europeu perceberem que é necessário aumentar as taxas de juros do euro para abortar crescimentos desproporcionais da massa de crédito, especialmente em certas regiões europeias (por exemplo, Espanha), onde elas não se baseiam exclusivamente em causas reais.

Portanto, é certo que a bolha especulativa espanhola tem (felizmente) os dias contados. O único risco é que o reajuste necessário seja adiado, especialmente se os sintomas da recessão nos Estados Unidos forem antecipados. De qualquer forma, os agentes econômicos do nosso país têm que se acostumar a trabalhar e crescer em um ambiente econômico muito mais "frio", um ambiente que não lhes é familiar porque, até agora, nunca o conheceram. Essa mudança de hábitos requer grande esforço e disciplina, bem como a conclusão de muitas reformas estruturais da liberalização

econômica que ainda precisam ser feitas e que apenas um governo forte com uma clara maioria poderá realizar. Que tal maioria possa ser obtida pelo Partido Popular nas próximas eleições dependerá, em grande medida, do sucesso do seu Presidente ao escolher o momento mais apropriado para convocá-las (isto é, quando os sintomas da próxima recessão ainda não foram notados), e a capacidade de seu governo para explicar aos espanhóis o novo enquadramento da economia fria e disciplinada em que, a partir de agora, eles terão que desenvolver sua atividade.

Jesús Huerta de Soto  
Catedrático de Economía Política  
Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

"Somente se poderá reproduzir total ou parcialmente o conteúdo deste trabalho citando expressamente seu autor e o meio onde foi originalmente publicado (indicado, nesse caso, na seção de bibliografia do Curriculum vitae). Àqueles que descumprirem esta condição lhes serão aplicadas as leis civis e penais correspondentes, além das procedentes indenizações por danos e prejuízos".